

早稲田大学博士論文(審査報告書)		
	学位記	文科省報告
2005	4228	甲 乙 2207

森田利夫 提出

博士學位申請論文審査要旨

論文題目

米国多国籍企業の財務戦略
－1980年代における在日子会社の株式公開について－

FINANCIAL STRATEGIES OF US MULTINATIONAL CORPORATIONS
OPERATING IN JAPAN
-SUBSIDIARY CARVE-OUTS IN THE 1980S-

森田利夫提出
米国多国籍企業の財務戦略
—1980年代における在日子会社の株式公開について—

I. 本論文の主旨および構成

1. 本論文の主旨

本論文は、1960年代から1980年代に至る米国多国籍企業の在日子会社所有、統治、内部資本市場化および子会社株式公開に係わる実証研究である。

これまで、米国多国籍企業の海外子会社の所有政策について、多くの実証研究が報告されている。先行研究によれば、90%以上の米国企業は完全所有を旨としており、世界各国にまたがる子会社群の事業を統合し、システムの効率的な運営、最適な相乗効果を目標に完全所有政策を追求するとされる。完全所有政策を貫く企業は、積極的な広告宣伝活動、単一あるいは標準化されたマーケティング・プログラムを有して、製品差別化を図る業種や技術的優位性を持つ産業に多い。多国籍企業にとって全世界的なプランニング、コーディネーションが不可欠であることから、親会社の裁量が制限される子会社持分の希薄化は望ましくない。また、技術革新、製品開発には多額の研究開発費が必要であり、これらの研究開発投資に対する適正なリターンを確保するためには、市場独占あるいは寡占的地位を有する親会社の裁量が最大限反映される完全子会社が最善である。新製品を多く含む多品種生産企業の場合、現地のマネジメント、マーケティング・スキル、製造施設や労働力、原材料の供給を合併パートナーに期待し、市場への早期参入を可能にする政策を採る。一方、技術的優位性を持つ少品種大量生産企業の場合、技術、生産両面から外国の競合他社の追随を許さない現実から、合併相手国の政策を振り切ってまでも完全子会社政策を追求する。

しかしながら、本論文はこれらの研究に見られる米国多国籍企業の戦略や行動は、必ずしもわが国におけるこれらの企業の実態と一致していないことを論じている。そして、その理由はどこにあるのか、1960年代から1980年代に至る米国多国籍企業の対日直接投資に係わる子会社所有政策の実態について、当時の日本政府の外資規制を考察し、製造・販売・業種別に子会社所有比率や財務戦略の特徴を丹念に分析している。そうすることによって、先行研究に見られるような米国企業が、その伝統的な所有政策の変化を余儀なくされるに至ったわが国での実情を明らかにしている。また、これら米国企業の日独子会社の所有比率を解析し、わが国の特殊性、それが実現した背景、特に、出資形態の相違点を如実に導き出している。

米国多国籍企業は、1960年代以降日本で伝統的な完全所有政策を放棄し、過半数あるいは均等出資に甘んじたが、グループ内取引を最大化することによりそのマイナス効果を減殺し、商標使用許諾、技術援助契約や材料・製品取引を通しての子会社から収益を最大化したことが明らかにされ

ている。加えて、配当率を最大高めに設定することにより、子会社資源の親会社一括管理、即ち、子会社の内部資本市場化を図ったことを実証している。子会社の配当率の高さは、わが国の上場企業と対比すると一目瞭然である。これらのグループ内取引について 225 社の豊富なデータを駆使して、グループ内取引の多寡は所有比率と正の関係があると結論付け、米国親会社は、そのために役員派遣を通して親会社の意思決定を容易に反映できる子会社統治を整えたことを考察している。これらの結果を客観的に補強する手段として、米国商務省や連邦準備制度理事会のデータを分析し、米国企業の資金の源泉として海外子会社からの配当収入が重要であることを説明している。

また、極めて稀であると考えられている米国多国籍企業の海外子会社株式公開が 1980 年代に日本で実行されたが、これも親会社の動機を内部資本市場化の一環として捉え考察されている。子会社の株式売却は、内部資本市場充実の有力な手段でありうる。伝統的な株式公開利害得失論によれば、一方で創業者利潤の確保、株式の流通性、資金調達の手続き、会社知名度上昇などの有利性があり、他方で高い公開コスト、企業内容開示、公開買付される危険性などの不利な点がある。しかしながら、本論文で主張されている通り、クロス・ボーダーの子会社株式公開はこれだけでは説明できない。現在、内外ともにクロス・ボーダーの子会社株式公開を論じた先行研究は極めて少ないのが現状である。

株式売却代金送金にあたって通貨交換が介在することに加えて、親企業は、財務管理に精通しており、市場の変化に最大限の注意を払って株式売却代金の最大化を目論む。親会社は、自己の市場での評価が相対的に低く、他に有利な資金調達の手続きが無いときに、相対的に評価が高い子会社の株式を公開し有利な資金調達をする。即ち、米国企業は、分社化株式公開 (“carve-out”) に際して最高の「相場観」を持って行動するということを著者は主張している。確かに、分社化株式公開が一定の期間に集中するのは、財務担当者の「相場観」が一致したということの証左であろう。

米国企業は、子会社株式公開にあたって、取得資金最大化を戦略として位置付け、市場環境、「親子」株式の相対的な市場評価、公開後の所有政策、などを勘案して意思決定を行っている。在日子会社株式公開 10 社の米国親会社の意思決定過程を「市場格差仮説」 (“market differential hypothesis”)、即ち、資本・外国為替市場の不完全性を利用した株式売却および「最適内部資本市場化仮説」 (“optimized internal capital market hypothesis”)、即ち、子会社からの定期的な送金に加えて株式売却代金最適化により、米国多国籍企業のわが国における真の投資収益最大化政策を検証している。米国多国籍企業が、グループ内部資本市場の拡充を図ると同時に親会社の財務内容の改善に資することを提示して、株式公開 10 社の米国親会社における当時の事業環境、事業戦略や同業他社との財務内容の比較分析を行い、仮説の検証を的確に行っている。

2. 本論文の構成

本論文の構成は、以下の通りである。

1. はじめに
2. 先行研究

- 2-1. 米国多国籍企業海外子会社所有政策と資本構成
- 2-2. 内部資本市場
- 2-3. 子会社株式公開
- 2-4. 公開後業績と株価の推移
- 2-5. 米国多国籍企業と現地資本市場
- 3. データおよび調査研究方法
 - 3-1. サンプル会社とデータ出所
 - 3-2. 調査研究方法
- 4. 1960-1980年代における在日米国多国籍企業の子会社株式所有政策および日本政府の規制
 - 4-1. 子会社所有政策の趨勢
 - 4-2. 日本政府の対日直接投資規制
- 5. 企業内取引、企業統治慣行および財務統合による子会社支配
 - 5-1. 企業内取引
 - 5-2. 株式公開在日子会社10社の内部取引
 - 5-3. 企業統治慣行と内部取引
 - 5-4. 親会社・子会社資本構成とキャッシュ・マネジメント
 - 5-4-1. 資本構成
 - 5-4-2. キャッシュ・マネジメント
- 6. 内部資本市場および資金移動による子会社支配
 - 6-1. 米国商務省『ベンチマーク・サーベイ』分析
 - 6-2. 在日米国企業配当政策
- 7. 市場環境
 - 7-1. 日米資本市場と外国為替市場の推移
 - 7-2. 市場格差モデル
 - 7-3. 親会社・子会社の市場評価
- 8. 株式公開後株価および業績推移
 - 8-1. 公開後株価実績
 - 8-2. 財務指標の相関関係
 - 8-3. 公開後業績推移
- 9. 比較財務分析および事例研究
 - 9-1. 比較財務分析
 - 9-2. 株式公開10社の事例研究
 - 9-2-1. シャクリーと日本シャクリー
 - 9-2-2. エイボン・プロダクツとエイボン・プロダクツ・ジャパン
 - 9-2-3. アライド・ライオンズとビーアール・サーティーワン・アイスクリーム
 - 9-2-4. ヒューズ・エアクラフトと日本アビオニクス
 - 9-2-5. リーバイ・ストラウスとリーバイ・ストラウス・ジャパン

- 9-2-6. エンゲルハードとエヌイー・ケムキャット
- 9-2-7. ペプシコと日本ケンタッキー・フライドチキン
- 9-2-8. メモレックス・テレックスとメモレックス・テレックス・ジャパン
- 9-2-9. マーモン・グループとゲッツ・ブラザーズ
- 9-2-10. アムウェイとアムウェイ・ジャパン

10. むすび

- 10-1. 所有政策、企業内取引および企業統治慣行
- 10-2. 資本構成、キャッシュ・マネジメントおよび内部資本市場
- 10-3. 子会社株式公開

付表

注

参考文献

英文目次

- 1. Introduction
- 2. Literature Review
 - 2-1. US Multinational Corporation's Foreign Subsidiary Ownership Policy and Capital Market
 - 2-2. Internal Capital Market
 - 2-3. Subsidiary Carve-Out
 - 2-4. Post Issue Operating and Stock Price Performance
 - 2-5. US Multinational Corporations and Local Capital Market
- 3. Data and Methodology
 - 3-1. Sample Selection and Data Sources
 - 3-2. Methodology
- 4. Subsidiary Ownership Policy of US Multinational Corporations Operating in Japan and Japanese Government Control during the 1960s-1980s
 - 4-1. Trend of US Parent Ownership
 - 4-2. Foreign Capital Control Policy and Japanese Government Guidelines
- 5. Subsidiary Control through Intrasystem Transaction, Governance Practice and Financial Link
 - 5-1. Intrasystem Transaction
 - 5-2. Intrasystem Transaction of Ten Carve-Outs
 - 5-3. Governance Practice and Intrasystem Transaction
 - 5-4. Parent-Subsidiary Capital Structure and Cash Management
 - 5-4-1. Capital Structure

5-4-2. Cash Management	
6. Internal Capital Market, Funds Repositioning and Subsidiary Control	
6-1. US Department of Commerce Benchmark Survey Analysis	
6-2. Dividend Policy of US Subsidiaries in Japan	
7. Institutional Setting	
7-1. Japan-US Economy and Capital and Foreign Exchange Markets	
7-2. Market Differential Model	
7-3 Parent-Subsidiary Relative Market Valuation	
8. Post Issue Stock Price and Operating Performance	
8-1. Post Issue Stock Price Performance	
8-2. Correlation of Financial Benchmark	
8-3. Post Issue Operating Performance	
9. Comparative Financial Analysis and Case Studies	
9-1. Comparative Financial Analysis	
9-2. Case Studies: Parent and Subsidiary Corporate Profile, Strategy and Carve-Out Motive	
9-2-1. Shaklee-Nihon Shaklee	
9-2-2. Avon Products-Avon Products Japan	
9-2-3. Allied-Lyons-B-R 31 Ice Cream	
9-2-4. Hughes Aircraft-Nihon Avionics	
9-2-5. Levi Strauss-Levi Strauss Japan	
9-2-6. Engelhard-NE Chemcat	
9-2-7. PepsiCo-Nihon Kentucky Fried Chicken	
9-2-8. Memorex Telex-Memorex Telex Japan	
9-2-9. Marmon Group-Getz Brothers	
9-2-10. Amway-Amway Japan	
10. Conclusion	
10-1. Ownership, Intrasystem Transaction and Governance Practice	
10-2. Capital Structure, Cash Management and Internal Capital Market	
10-3. Subsidiary Carve-Out	
Appendices	
Notes	
Bibliography	

II. 本論文の概要

本論文の概要は、以下の通りである。

1. はじめに

ここでは、まず米国多国籍企業のわが国の子会社所有、統治および子会社株式新規公開に至る意思決定の分析が、本論文の目的であることを述べている。続いて、完全（100%）所有を旨とする米国企業が、1980年代に日本でその政策を放棄し、外部投資家の経営関与を許容するに至った背景を、主に「市場格差仮説」および「最適内部資本市場化仮説」により検証することを示す。具体的には、米国企業の所有政策、統治慣行、企業内取引、内部資本市場、資本・為替市場などの市場環境要因および子会社株式を公開した米国親会社特有の事情を分析し、本論文の目的を達成するとしている。

1960年代から1970年代に至る日本政府の対日直接投資規制により、日本企業との合併会社設立を余儀なくされ、また、それ以降単独で進出した米国企業は、内部取引（技術援助・商標使用許諾契約・原材料・製品仕入など）や果実（配当）送金を最大化することにより、親会社のための子会社内部資本市場化を実現し、投資収益の最適化を図った。このために、米国企業は、高い所有比率や経営者派遣を通して経営関与度を高め、子会社資源の親会社一括管理、換言すれば、親会社の子会社内部資本市場化を実行したことを明らかにすると論じている。

2. 先行研究

本章では、米国の先行研究を中心に分析を進め、米国多国籍企業の行動理論を明らかにしている。分野別の先行研究の結果を簡述する。

2-1. 米国多国籍企業海外子会社所有政策と資本構成

米国多国籍企業の戦略的経営は、1) 製品差別化マーケティング戦略、2) 製造設備の合理化、3) 経営支配、4) 製品開発の先行、に沿って実行される。その理由は、1) 配当や資金調達に係わる合併相手との政策調整、2) 株式評価、原材料・部品・最終製品の価格決定の相違、などの利益相反の要因を排除することにある。米国本社による全般的な企画、政策調整が最優先し、全世界的な事業統合がなされる。配当および資本構成は、企業の財務戦略立案に当たって最重要な課題である。親会社と同等の資本構成よりも、現地の事情に合わせた資本コスト最小化につながる資本構成が望ましい。企業価値は、資本構成や所有比率の高さと相関関係がある。

2-2. 内部資本市場

子会社の利益や財務資源は、単一、同質の資金として親会社裁量の下に集中管理される。子会社からは、ロイヤルティー、経営指導料、貸付金利息、また、配当などが送金される。即ち、子会社の運転資金を超過した「現金」は、親会社に帰属するもので、直ぐに、かつ、全て親会社に送金されるべきものと考えられている。親会社は、場合によっては分配可能利益以上の配当を期待するときがある。ロイヤルティーは、配当よりも安定的な資金である。これは合併相手との政策調整を必要としない。現預金、短期保有有価証券や売掛債権は、子会社キャッシュ・マネジメントや親会社送金の源泉として重要であり、余剰資金の運用が子会社経営者に委ねられることはなく、すべて親会社の指図によって決定される。

2-3. 子会社株式公開

分社化株式公開は、子会社継続所有、公開コスト、企業内容開示、資本市場資金調達、少数株主

の出現などの特徴がある。分社化株式公開は、事業効率の改善、即ち、株式売却代金の最大化を目的とする。また、他の動機として、企業は、エイジェンシー・コストによる高い外部負債コストや情報の非対称性により、株式による資金調達が不利な場合に分社化株式公開を実行する。また、簿価に比較してプレミアムが期待できるときこれを実行する。経営者は、外部投資家に比べて企業の実質価値の情報に接しているため、親会社の市場評価が相対的に低く、子会社のそれが相対的に高い場合に実行する。分社化株式公開は、業績が最高のときや将来業績が悪化するときに行われることがあるため、アドバース・セレクションやモラル・ハザードの問題が生じる。外部投資家は、持分の市場放出率から経営者の内部情報の質、即ち、当該企業の将来の投資収益リターンを量る。分社化株式公開企業は、資産リストラの一時的な形態であり、最終的には完全売却するか、再度完全子会社化する二段階の一段階である。

2-4. 公開後業績と株価の推移

株式公開企業は、公開前の高い成長率からくる期待感にも係わらず業績が維持できず、1株当たり利益の低下や相対的に高い株価収益率で公開されることから、公開後、業績、株価ともに投資家の期待を裏切るケースが多い。このような業績ならびに株価不振の理由として指摘できるのは、エイジェンシー・コストと公開前の業績数値の「見せかけ」である。親企業と子会社株主の利益相反の原因となっている。

2-5. 米国多国籍企業と現地資本市場

経済・金融取引の全世界的なシンクロナイズーション事象により、親企業の政策調整能力は増大した。一方、主要資本市場での資金調達機会も増加し資本コストの低減も期待できるようになったが、殆どの米国企業は、現地資本市場に十分な規模が存在するにもかかわらず子会社完全所有を旨としているため、子会社の株式を公開することは極めて稀である。

3. データおよび調査研究方法

本章は、サンプル会社選定の方法、データの出所および調査研究方法を説明している。

3-1. サンプル会社とデータ出所

所有比率49%以上の在日子会社中、1985-1991年の7年間に亘って東京店頭市場(JASDAQ)公開基準を満たした在日子会社225社を選定している。また、事例研究の対象として、当該期間中のデータ利用可能性を主な条件に米国親企業108社を選んだ。データの出所は主に、在日子会社については東洋経済新報社の『外資系企業総覧』、米国企業についてはMoody'sの*Moody's Industrial Manual*、*Moody's OTC Manual*および*Moody's International Manual*である。

3-2. 調査研究方法

米国多国籍企業の日本での完全所有政策の放棄に至る背景や在日子会社株式公開の背景、動機を明らかにするために以下の分析を行っている。1) 225社を設立時期、業種、所有比率別に分類し、日本政府の対日直接投資規制との関係、2) 親会社派遣の役員比率と所有比率との相関関係、企業統治慣行、3) 米国親会社108社の海外子会社について完全子会社比率の日独比較、日本政府の規制策と米国企業の所有政策との関連、4) グループ内資金移動(内部資本市場)に関連して米国商務省データから海外子会社の配当送金の実態、5) 日米資本市場、特に、株式市場の比較分析、円・

米ドルの外国為替市場推移、そして、6) 親会社に特有な事業環境、事業戦略や財務分析を中心とした事例研究である。加えて、事例研究対象6社の経営者と面談し、調査研究方法およびその結果について議論を重ねている。

4. 1960-1980年代における在日米国多国籍企業の子会社株式所有政策および日本政府の規制

本章は、主に米国多国籍企業の伝統的な所有政策や業種別の特徴を論じ、その所有政策がわが国で変更を余儀なくされた背景を考察している。

4-1. 子会社所有政策の趨勢

世界標準マーケティング・プログラムを持ち圧倒的な広告宣伝費により製品差別化を志向する、あるいは、新製品・技術開発を志向する「ハイテク」米国企業は、海外進出に当って完全所有政策を追及し実行しているという先行研究に対し、1960-1980年代における米国企業の在日子会社中、完全子会社と合弁会社の全体に占める割合はそれぞれ約40%、合弁会社は1960年代に主流を占め、1970年代後半から減少している事実を挙げ反論している。1960年代から1970年代にかけて、進出企業の半数は、ハイテク産業（ここでは、化学、医薬品、機械、電機・電子産業と定義）で、化学や機械に合弁会社が多く見られる。一方、医薬品、電機・電子は、1980年代から多く進出し始め相対的に所有比率は高い。加えて、食品・飲料に多く見られる世界標準マーケティング・プログラムを持つ産業には合弁形態が多いことを指摘し、先の研究報告と必ずしも一致しないことを明らかにしている。

4-2. 日本政府の対日直接投資規制

資本自由化後も日米の大企業間では合弁会社が数多く設立されている。1971年の通産省調査を分析し、日本側の出資は90%以上が現金、外資側の現金出資は約80%強、技術現物出資は14%に上り、資本参加できなければ技術供与はしないという外資側の戦略を指摘している。日本側の合弁会社設立の最大動機が技術導入であるのに対し、外国側は日本市場の成長性を挙げている。特筆すべきは、ハイテク産業に多く認められる日本側の潜在技術水準に着目した動機で、日本側の当時の高い技術水準も合弁会社設立を容易ならしめた一要因であったと考察している。米国親会社108社の日本および西独における合弁子会社比率を比較すると、日本の34.1%に対し、西独のそれは僅か3.4%に過ぎない。一方、完全子会社比率は、日本の57.9%に対し、西独は96.6%の高さであった。また、西独ハイテク産業の完全子会社比率が90%以上であるのに対し、日本は化学20%、機械、電機・電子で50%強であった。こうしたことから、ここに日独政府の対内直接投資政策の違いと、日独企業の対応の相違や西独の実態が米国の先行研究と一致していることが論じられている。

5. 企業内取引、企業統治慣行および財務統合による子会社支配

本章は、グループ内取引、それを遂行するための内部統治慣行および子会社の現金資産の管理について日本子会社の実態を考察している。

5-1. 企業内取引

米国企業は、グループ内の垂直、水平関係による取引を通して子会社を実質的に支配し、自己の株主価値の最大化を図る。これは企業内取引、統治慣行および財務統合により実現される。企業内

取引は、具体的には、商標使用、技術・ノウハウ移転、経営指導、原材料・製品仕入である。著者の分析によれば、所有比率の高さは、商標使用と原材料・製品取引と正の相関があり、技術援助契約との相関は低く、また、商標使用は原材料取引と正の相関、技術援助契約と所有比率と原材料取引との相関は低い。

5-2. 株式公開子会社 10 社の内部取引

10 社中 7 社は製造業で、商標使用 7 社、技術援助契約 7 社、原材料・製品取引 9 社である。原材料・製品取引比率が 90% と高いのは、日本の競合他社に比べて 10 社グループに技術・製品の競争優位性が指摘できると同時に、親会社の経済的実利優先主義が窺える。

5-3. 企業統治慣行と内部取引

親会社は、株式所有など法的な支配に加えて、親会社の意思決定が子会社に効率的に反映されるよう人的支配を通して、即ち、子会社に経営者を派遣し子会社統治を徹底する。高い所有比率は高い派遣社長比率に繋がり、親企業が子会社統治の要として社長の地位を重要視していることが分かる。設立時期が遅く所有比率の高い販売業は、高い派遣社長、派遣取締役比率と連動すると分析している。

5-4. 親会社・子会社資本構成とキャッシュ・マネジメント

5-4-1. 資本構成

株式公開時、10 社の自己資本比率は 58.7%、同時期の親会社 35.7% をはるかに凌駕し、負債比率も 41.6% と親会社より格段に低く、子会社の財務内容はより健全である。これらの比率を完全子会社、合併会社別に分析すると、両比率ともに完全子会社の方が健全である。完全子会社は 1 社を除いて無借金経営を貫いている。合併会社は相対的に負債比率が高いものの、財務内容は日本企業に比較すると総じて優れている。従って、これら 10 社の資本構成が親会社に合わせて設定されていることはなく、財務的にはむしろ親会社から独立していると論じている。

5-4-2. キャッシュ・マネジメント

親会社現金送金の源泉である現預金と短期保有有価証券でみた手元流動性の水準は、相対的に合併会社の方が高いが、比例して負債が多い。手元流動性を流動負債で除した比率で見ると完全子会社の方が高い。これは流動負債を最小化するなど完全子会社が運転資本をより効率的に管理運用している証左である。完全子会社では、長期の有価証券は全く保有していないのに対し、合併会社では、株式を含む有価証券投資を実行している。相対的に高い負債比率と長期保有有価証券残高が合併会社に多いことは、低水準の手元流動性比率、皆無の銀行借入金と皆無の長期有価証券投資の完全子会社とは際立った相違点であり、完全子会社では、資産の流動性を重要視する米国親会社の政策が徹底されていることを明らかにしている。

6. 内部資本市場および資金移動による子会社支配

本章では、米国企業内部資金の主要な源泉である海外子会社配当について日本子会社の実績を分析すると同時に、米国政府のデータを使った分析によりその実態が考察されている。

6-1. 米国商務省『ベンチマーク・サーベイ』分析

1980、1985、1990 年の資金需要の内、77-89% が利益、減価償却などの内部発生資金が充当さ

れる一方、外部資金は主に長期銀行借入金や長期債が大半を占め、株式による資金調達はマイナスであることを明らかにしている。日本子会社と全海外子会社で比較すると、ほぼ同じように短期より長期負債（1年以上のグループ内買掛債務や借入金を含む）による資金調達である。内部資金の重要な源泉である配当について、日本子会社と全海外子会社を配当性向で比較すると、1982、1989の2年間では、前者が200.0、83.3%であるのに対し、後者はそれぞれ99.5、74.1%で、分配可能利益で正当化できる比率をはるかに越えるか、ほぼ分配可能利益全額送金に近い数字である。米国親会社がいかに海外子会社資金に依存しているか、あるいは、子会社の現金資産を親会社に「吸い上げる」親会社による子会社資金の一括管理の実態が窺える。

6-2. 在日米国企業配当政策

米国企業完全子会社に見られる極めて高い配当率は、米国親会社の内部資本市場政策の反映と考えられ、また、合併会社についても日本企業の水準と比較すると高いことを指摘している。株式公開10社の中、完全子会社では、株式公開時の平均配当率が66%であるのに対し、合併会社では19%と圧倒的に低い数値であり、公開3年後を比較すると、前者の115%に対し後者は24%であり、所有比率が大きく関係していると論じている。配当性向は、株式公開時、前者の38%に対し後者23%、3年後、前者57%に対し後者30%と完全子会社の方が高い水準である。完全子会社の配当は、子会社資源の集中管理を旨とする米国親会社の政策が窺えること、また、合併会社のそれは日本側の政策が反映されていることを考察している。

7. 市場環境

本章は、「市場格差仮説」を検証するための資本および外国為替市場の当時の状況、株式売却代金最大化モデルおよび「親子」会社の市場評価を考察している。

7-1. 日米資本市場と外国為替市場の推移

株価収益率を東京証券取引所（TSE）とニューヨーク証券取引所（NYSE）で比較すると、1982-1991年の10年間で、NYSEは、12.2から20.1倍に連続して上昇しているが、TSEは、25.8から37.8倍であるものの、1989年には70.6倍とNYSEの13.8倍をはるかに上回っている。時価総額も1988、1989年には世界最大のNYSEを凌駕した。流通性、収益性ともにTSEは優れ、増資や新株を問わず株式発行による資金調達を容易に実現できる環境を提供していた。加えて、円の対米ドル相場は、1973年までの1ドル308円から徐々に切り上げられ、1982年の249円から1988年には128円まで上昇した。この時期における株価や円相場が歴史的に最高値であった市場環境要因を説明している。

7-2. 市場格差モデル

投資収益に係わる日米市場格差モデルは下記の通りである。

$$\text{Profit}_{\text{parent}} = V_0 [e_t/e_0 (1 + X_t/X_0) \cdot \sum (1+r_p)^t]$$

投資額（ドル貨） V_0 、ドル・円スポットレート $e_0(\$ \rightarrow \text{¥})$ 、円・ドルスポットレート $e_t(\text{¥} \rightarrow \$)$ 、株式購入価額 X_0 、株式売却価額 X_t 、米国財務省証券利回り r_p （機会費用）。親会社の株式売却益と為

替差益の合計が最大化されるモデルを提示している。

7-3. 親会社・子会社の市場評価

「親子」間の市場価値を株式公開時の株価収益率で見ると、最大は日本アビオニクスの 157.2 倍、最小はエイボン・プロダクツの 30.9 倍である。10 社の平均は 58.7 倍、親会社は 14.1 倍であった。また、株価純資産倍率においても子会社ははるかに高く評価されている。シャクリーの場合、公開時の円の平均対米ドル相場で換算すると、時価評価額は「子」4 億 2400 万ドルに対して「親」は僅か 2650 万ドルでしかない。「子」の売上高は「親」の高々 8% に対し株式の時価評価は 16 倍に上る。このように子会社の市場評価は、あらゆる角度から見ても格段に高く、この時期に米国親会社が株式公開の意思決定をすれば、投資収益の最大化あるいは最小コストの資金調達が実現した筈と説いている。

8. 株式公開後株価および業績推移

8-1. 公開後株価実績

株式公開 10 社の初値は公開価格に対して 26.9% の上昇を見たものの、公開後 1 年の初期収益率 ($p_1 - p_0 / p_1$, $p_1 = 1$ 年後株価、 $p_0 =$ 公開価格) については 1.000 を上回ったのは 3 社にすぎない。10 社平均初期収益率は 0.463 であった。公開前業績堅調で高い株価収益率や株価資産倍率を実現していたこれら 10 社の低い初期収益率の理由について、店頭市場上場企業の売出し(「旧株」)および新株の合計が発行済株式数に対して通常 10-20% であるのに対し、エイボン 39.8%、ケンタッキー 33.8% のように概して高い割合であったこと、株式数増加による 1 株当りの税引き後利益の希薄化を指摘している。1 年後の収益率が 1.000 を上回ったのは、リーバイ、ゲッツ・ブラザーズおよび日本アビオニクスであったが、5 年後はリーバイとゲッツだけであった。「後は野となれ山となれ」式の子会社株式公開政策では市場の評価は得られないと論じている。

8-2. 財務指標の相関関係

公開後の財務内容と株価の相関関係について、自己資本利益率 (ROE) および自己資本配当率 (DOE) と株価収益率 (PER) および株価資産倍率 (PBR) の関係を分析している。ROE と PER の相関関係は全般に高く、DOE と PER および PBR は 2 社を除いて低い。親会社ならびに安定株主たる機関投資家の持分が 70% を超過することを、その理由として指摘している。

8-3. 公開後業績推移

FCFPS (1 株当りフリー・キャッシュ・フロー) を除いて各財務指標は年を追って悪化しているが、財務基盤は全般に優れている。自己資本比率は同業他社平均の 50.2% ならびに同時期の東証一部上場企業の平均 30% をはるかに上回っており、また、総資本利益率は同業他社を凌駕している。相対的に小さい設備投資により高い総資本利益率や総資本回転率に見られるように資産効率の高い経営を行っており、これが 1 株当りフリー・キャッシュ・フローの高い数字に反映されている。

9. 比較財務分析および事例研究

9-1. 比較財務分析

「最適内部資本市場化仮説」を検証するために二つの分析を行っている。第一に、子会社株式を公

開した親会社 10 社と店頭市場上場基準を満たしながら株式を公開しなかった子会社 225 社の米国親会社からデータ利用可能な 108 社を選定し、営業利益率、自己資本利益率、クイック・レシオ、長期負債・自己資本比率、株価変動を比較分析している。株価変動を除く 4 指標は財務内容を示すものであり、108 社グループの方がはるかに良い数値であることを明らかにし、これら 10 社グループは損益計算書および貸借対照表を改善する必要性に迫られていたと論じ、仮説実証の一部としている。

9-2. 株式公開 10 社の事例研究

次に、本節では、米国親会社 10 社の当時の事業環境、戦略ならびに財務内容、特に、子会社株式公開前の業績や同業他社 3 社との比較に焦点を当て、株式公開に至る背景、動機を考察し、米国親会社による日本子会社の内部資本市場化を論じている。以下はその要約である。尚、事例研究にある“t”は、在日子会社公開年（t 期）を表している。

9-2-1. シャクリーと日本シャクリー

シャクリーの売上高は t-2 期から減少し始めた。税引き前利益は t 期大幅な増益になったが、これは日本子会社持分売却代金によるもので、それを除外すると前年度並みの水準であった。公開直後には 1 億 2,300 万ドルに上る企業買収を実行、翌年、さらに 1 社の買収を行った結果総資産は大幅に増加した。株価は業績低迷を反映し t 期まで連続して下落した。リストラに着手、t-3 期の社員数 1,550 人は 2 回の削減を経て t-1 期に 1,100 人になった。同業他社 3 社と比較すると、カバレッジ・レシオの高さや有利子負債比率の低さなど優れているものの売上高、営業利益の伸びが極端に低い。

日本子会社株式売却代金は、税引き前利益の 69%に相当する。連結対象子会社中売上・利益ともに最大である、日本子会社の高い配当率やロイヤルティーにも見られるような内部資本市場化無くして、米国親会社の事業戦略は成功しなかったと言えよう。

9-2-2. エイボン・プロダクツとエイボン・プロダクツ・ジャパン

日本子会社は、t 期には 4 大海外子会社のなかでも売上高、利益ともに最大であった。

エイボン・プロダクツは、1979 年（t-8 期）より積極的な企業買収活動により株式売却益獲得を事業戦略とした。業績は米国内での売上減少により t-2 期から顕著に悪化した。t 期には営業利益は赤字に転落、営業・一般管理費の増加が追打ちをかけた。t 期の税引き前利益は増加に転じたが、これは日本子会社持分の売却に伴うもので、これを除外すると前年比 30%の減益である。人員削減を含むリストラに踏み切った。業績悪化、積極的な企業買収により長短有利子負債は増加、t+1 期には、t-3 期の 3 倍増となっている。同業他社と比較すると、t-2 期から業績は見劣りし、特に、売上高、営業利益の減少幅が大きい。また、負債の大幅な増加は、カバレッジ・レシオの低下につながり、長期債の格付けは t-1 期の“A”から t+1 期“Baa”に引き下げられた。

日本子会社の株式売却代金は税引き前利益の 50%に相当し、親会社の事業戦略遂行を可能にした。こうした子会社資源の利用がなければ業績はさらに悪化し、資本市場の信頼を失ったことは明らかである。

9-2-3. アライド・ライオンズとビーアール・サーティーワン・アイスクリーム

アライド・ライオンズの財務内容は、売掛債権や棚卸資産増加に伴う運転資本増加ならびに有形

固定資産や長期証券投資の増加により、t 期には、短期借入金が前年の 6,800 万ポンドから 14 億 1900 万ポンドに、また、長期借入金は 6,200 万ポンドから 13 億 1,900 万ポンドに増加して極度に悪化した。米国の同業他社と比較すると売上高や営業利益の変化率において劣っている。

低い売出し比率により株式売却代金の税引き前利益に対する寄与は 3%と低いが、有利子負債増加に伴う財務内容悪化を改善すること、また、株式公開により日本子会社知名度上昇（日本子会社は明治ボーデン、ハーゲンダッツなどと激しい競争を展開していた）を側面から支える目的があったことは容易に想像できる。

9-2-4. ヒューズ・エアクラフトと日本アビオニクス

ヒューズ・エアクラフトは、米国政府の国防予算削減、競争激化への対策として多角化経営を志向した。t-1 期には 1 億 1,000 万ドルに上る企業買収を実行、また、t+1, t+2 期に航空訓練ビジネスや光エレクトロニクス部門に進出した。t-1 期から軍事部門の売上、営業利益ともに減少した。また、短・長負債は前年比 10%増加した。t 期日本子会社持分の売却代金は、ほぼ支払い利息額と一致する。同業他社と財務内容を比較すると、負債比率において劣後する。t-1 ならびに t 期において悪化した。

株式売却代金は税引き前利益の 7.4%であるが、t-1 期企業買収予算の 65%に相当する額であり、日本子会社資本市場化が無ければ財務内容は更に悪化し、事業戦略遂行に支障をきたした筈である。

9-2-5. リーバイ・ストラウスとリーバイ・ストラウス・ジャパン

リーバイ・ストラウス・ジャパンの業績は堅調で、グループ金融子会社への融資、また、親会社のコマーシャル・ペイパー（CP）の購入を通してグループに貢献していた。

リーバイ・ストラウスの業績は t-4 期から悪化したため、工場閉鎖や従業員解雇などリストラ策を実行し、不採算部門を廃止したり、中核製品集中戦略を採ったりした。t-3 期には創業者ファミリーによるレベレッジド・バイアウトにより株式は非公開となった。売上高は t-5 期から減少傾向、海外部門はここ 10 年間で初めて減益となった。売上高の漸減傾向は t-1 期まで続き、同様に営業利益の減少も続いた。当期利益は t-4 期には赤字を計上した。t-2 期は、特に不振で、手元流動性は前年比 78%も減少した。同業他社と比較すると、低い手元流動性、高い負債比率を指摘できる。長期債は“Aa”から“A”に格下げされた。

日本子会社持分売却代金は、税引き前利益および負債総額それぞれの 24%に相当し、原材料取引を含めて最重要な内部資本市場であった。内部資本市場化が無ければ喫緊の課題であるリストラ策が成功しなかったことは明らかである。

9-2-6. エンゲルハートとエヌイー・ケムキャット

エンゲルハートの増収、増益基調は t-1 期に停止、直ちにリストラ策を実施した。貴金属冶金部門や水晶電子部門を売却し、中核部門に注力する戦略や製造コスト削減に努めた。不採算部門整理に伴う特別費用発生により、t 期には営業利益の段階で赤字に転落した。エンゲルハートの減収、減益の業績不振は t 期まで続いた。営業、当期利益ともに t 期は赤字であった。売掛債権や棚卸資産の増加により運転資金は t-1 期に前年比 40%増、この結果、短・長期負債は大幅に増加した。同業他社と比較してカバレッジ・レシオの低さと負債比率の高さは顕著である。

3,540 万ドルの子会社株式売却代金は、税引き前利益の赤字幅および負債減少につながった。子

会社内部資本市場化は、明らかに親会社財務内容の改善および株価上昇に貢献した。

9-2-7. ペプシコと日本ケンタッキー・フライドチキン

レストラン部門は、 $t-1$ 期に 22%減益（営業利益）であった。 $t-3$ 期の 22%の増収を境に t 期まで 7%前後の低い伸びになった。売上は伸びたものの減益基調であったのは、単価の引き下げや営業費用の増加によるものである。積極的な買収戦略、また、高い水準の合併会社出資により、 t 期、負債総額は $t-4$ 期の 2 倍の水準まで増加した。レストラン部門の低迷、営業利益伸び率の低下や負債の増加は、当該部門の事業効率の改善、即ち、日本子会社の持分売却決定につながる事業環境であったと指摘できる。

株式売却代金は税引き前利益の 8%に相当し、 $t-3$ 期の企業買収予算の 34%に相当する額である。日本子会社の内部資本市場化が米国親会社の事業戦略遂行に大きく寄与したことは明らかである。

9-2-8. メモレックス・テレックスとメモレックス・テレックス・ジャパン

メモレックス・テレックスは、 t 期税引き前利益がマイナスに、 $t+1$ 期は大幅な赤字に転落した。同業他社と比較しても財務指標は極端に悪い。日本子会社株式公開直前から会社存続の危機にあったと言える。 $t+1$ 期には、債権者の同意を得て銀行借入金、長期債や優先株の普通株式転換を図った。また、社員からも資金を仰ぎ転換社債を買い戻した。これらの再建計画は効を奏さず、 $t+5$ 期には連邦破産法適用を申請した。

10.7%の持株（2,440 万ドル）を売却した。これが無ければ t 期税引き前利益は前年比約 200%の減益となった筈であり、子会社の内部資本市場化は喫緊の課題であった。

9-2-9. マーモン・グループとゲッツ・ブラザーズ

ゲッツ・ブラザーズの配当率は、 t 期から $t+5$ 期まで 40、40、60、90、160、180%と非常に高い水準であった。持分売却代金は 120 億円（8,690 万ドル）であった。公開直後に当グループはハンガリーの会社を買収したが、この資金が充当された可能性が高い。

マーモン・グループは、株式非公開のため詳細な財務データ入手不可能である。

9-2-10. アムウェイとアムウェイ・ジャパン

アムウェイ・ジャパンの株式分割は、公開前(1:3)および公開時(1:1.5)が実施され、持株数は 16 倍にまで増加した。配当率は、 $t-3$ 、 $t-2$ 、 $t-1$ 期それぞれ 992、436、140%であった。アムウェイ・ジャパンは、2000 年 ($t+9$ 期) 株式公開買付 (TOB) により株式非公開となった。

アムウェイは、株式非公開であるため詳細な財務データは入手不可能である。

10. むすび

本論文では、米国多国籍企業の海外子会社所有政策、内部統治等に係る米国の先行研究が日本における現実と異なる背景、子会社の内部資本市場化を通して子会社資源の親会社一括管理による投資収益最適化を追求する背景、および完全所有政策を標榜し実行していることを明らかにした。同時に、これら企業の一部が子会社株式公開によりその政策を日本で放棄するに至った動機を分析した。それは以下の通り要約される。

10-1. 所有政策、企業内取引と企業統治慣行

日本政府の事前認可制に基づく対内直接投資規制策により、1960 年代から 1970 年代にかけて海

外子会社完全所有政策を旨とし当時最先端技術を誇った米国企業は、合併形態の進出を余儀なくされた。かかる状況下で日本企業は、「喉から手が出るほど欲しい」世界最先端技術を持ち、また、世界的に広く受け入れられているブランドを持つ米国企業との提携を積極活用し、企業戦略として技術、ブランドの導入を急いだ。特に、単純技術輸出を拒む米国企業に対して、技術供与の対価として部分的な資本参加を許容する技術現物出資が効果的に作用した。日本側パートナーの高い潜在技術の蓄積が米国企業をして合併会社を通じた技術供与を促進させた。1960年代に完全所有政策を放棄した米国企業は、「得べかりし利益」を確実にするために企業内取引を最大化する方策を採用した。即ち、技術援助・商標使用許諾契約に伴う技術開発費や実施料の送金、親会社に利益を留保できる子会社への原材料・最終製品の供給により子会社資源の親会社への移転を最大化したのである。子会社所有比率や経営者派遣など法的、人的支配を通して経営関与度を高め、親会社の利益に適う子会社資源の一括管理を実現した。

10-2. 資本構成、キャッシュ・マネジメントと内部資本市場

親会社と同等あるいは現地事情に合わせた資本構成という先行研究のなかで、株式公開10社の資本構成は米国親会社と比較してはるかに自己資本比率が高く、財務的にはより健全であり親会社から独立している。合併子会社の手元流動性は完全子会社より厚いが、比例して負債比率が高い。親会社の政策を反映して完全子会社は証券投資を行わず、即時の送金を可能にする資産の流動性を重要視している。サンプル225社の配当率と配当性向は、合併子会社より完全子会社の方が高く、販売子会社の方が製造子会社より高い。また、このことは株式公開10社についても同様である。即ち、所有比率と配当送金には正の関係が存在する。効率的な内部資本市場は所有比率、経営者派遣比率と無関係には成立しえない。

10-3. 子会社株式公開

1980年代、東京株式市場は活況を呈し、大企業、中堅企業のみならず新興企業にもコストの低い資金調達を提供した。東京証券取引所が時価総額で世界最大のニューヨーク証券取引所を凌駕し、円高が急速に進んだ時期であった。数百の日本企業が東京店頭市場や東京証券取引所に株式を新規に公開したが、上場基準を満たす米国企業の日本法人は10社を除いて株式非公開のままであった。これら10社の完全所有政策を放棄するに至った理由として、10社の米国親企業は、「機を見るに敏な」投資家であり、公開前の株式分割によりコストゼロで持分を増やし、株価が最高なときに超過半数の株式を維持しながら持分の一部を売却し、売却益を最大化した。加えて、当時の対ドル円相場の高騰を利用して最大化された売却益を最適化した。国境を跨いだ子会社株式公開は、従前の株式公開利害得失論が説明していない為替相場という変数が介在し、財務管理に精通した米国親企業は、最高のタイミングで子会社を通じた最小コストの資金調達を実現したと結論付けている。当時の日本企業は、「企業家族主義」という価値観の下にグループ子会社を株式非公開にしており、10社の株式公開が米国親会社の発案であることが考えられる。

これら10社の米国親会社は、子会社株式公開前、売上高、営業利益の減少あるいは変化率の低下を示し、また、業績低迷や活発な企業買収活動による負債の増加により財務内容は悪化していた。そのため、株価下落、信用格付け低下などによる株主価値減少の危険性を早期に解消するため貸借対照表や損益計算書の改善の必要に迫られていたことを明らかにしている。まさに、子会社株式公

開による売却代金が、最小のコストで内部資本市場を強化拡充するとともに、親会社財務基盤の健全化を通して株主価値の最適化に繋がったと論じられている。

III. 審査結果の要旨

本論文の審査結果は、次のとおりである。

1. 本論文の長所

本論文には、以下の長所が認められる。

(1) アメリカ多国籍企業の在日子会社のうち、1980年代に日本市場で上場したものを、一般的な多国籍企業の所有政策に対する反対証拠としてあげ、為替や株価の国際間格差という市場の不完全性（市場格差仮説）の観点から論証した点に、独自の着眼点がみられる。

(2) 市場の内部化理論に依拠すると市場をバイパスする完全所有が選好されることに対して、それに反する子会社上場をアノマリーとしてとらえず、「内部化の充実」の観点から説明した点に、理論的一貫性がみられ、評価される。

(3) 外国企業、とりわけアメリカ企業による日本企業に対する収奪・搾取の状況を解明することに努めているが、この解明はわが国産業界の重要課題であり、その着眼点は優れている。アメリカ企業による日本企業の支配の手法として、形式的な持ち株関係（持ち株基準）にとどまらず、実質的な支配関係（支配力基準）にも着目し、利益配当などの実態を分析し、その仕組みがよく働いていたことが実証的に解明できたとしているが、この点は本論文の業績として評価できる。

(4) 在日子会社 225 社、ならびに 49%以上所有の子会社で、日本市場で上場を行なっているものについて、7年間にわたり仔細にデータを収集することを通して、子会社上場の背景など事実関係を追跡しており、単なるヒアリングだけでなく裏付けとなるデータを丹念に収集・分析している点が評価される。

2. 本論文の短所

一方、本論文には、以下のような短所も見られる。

(1) 子会社上場を行なったアメリカ企業について、親会社の業績悪化に伴う単なる一時しのぎや特殊事情でなく、ある特定の状況下における内部化理論の実現形態として合理性のあることを、他の事情を等しくした他社比較も交えて論証しようとする姿勢に、やや欠けるところがある。

(2) 特殊な実務を捉え理論的に検証する姿勢はよいが、多国籍企業を正面から捉えるところにまで幅を広げようとする意欲にやや欠ける。今後、多国籍企業を正面から捉える包括性を志向することが望まれる。

(3) 外国企業による日本企業の支配の実態を明らかにしようとする着眼点は良いとしても、後者の「支配」の手法として、例えば、①取引関係を通じての支配、②意思決定機関への人的投入による支配、③資金投入による支配などの諸局面に着目し、それらの実態をさらに深く解明することが、今後の課題として残されているように思われる。

(4) 本論文に取り上げられている各種の財務戦略について、それぞれの戦略がどのような意味で有効であり、またどのような意味で無効であったか、さらに徹底した考察が期待される。

結論

本論文には、以上に述べた長所と短所があるが、本論文の長所と比較するとき、その短所はきわめて軽微で、大半は今後の研究課題となるべきものであり、本論文の学問的優秀性をいささかも損なうものではない。

本論文の提出者・森田利夫は、早稲田大学第一商学部を卒業後、米系モービル石油株式会社や岡三証券株式会社などに約35年間勤務した。その間カリフォルニア大学バークレー校経営大学院でMBAを取得した。60歳で会社を退職後、自ら働いた米系外資系企業や証券会社での経験を生かし、米国多国籍企業の子会社の財務・統治戦略を体系的に研究すべく精進を重ねてきた。現在60歳代後半にある論文提出者の研究意欲とその努力は敬意を表するに価するものである。

その研究成果は、すでに経営史学会や国際ビジネス研究学会での3回にわたる報告と4本の論文に結実した。自らの職業的な経験を生かし、学会に新しい視点を持ち込んだその創造的な研究成果は、学会でも高い評価を得ている。その真摯な研究姿勢から、今後もいっそうの研究の発展が期待される。

以上の審査結果に基づき、本論文の提出者・森田利夫は、「博士(商学) 早稲田大学」の学位を受ける十分な資格があると認められる。

2006年2月14日

審査員

(主査) 早稲田大学教授

博士(商学) 早稲田大学

Ph. D. (オハイオ州立大学) 川邊信雄

早稲田大学教授

商学博士(早稲田大学)

江夏健一

早稲田大学教授

商学博士(早稲田大学)

加古宜士

横浜国立大学教授

経営学博士(神戸大学)

岡田依里